

# VU Research Portal

## Prudente pensioenbeleggingen

Kuiper, S.H.; Lutjens, E.

### ***published in***

Zorgplichten in publiek- en privaatrecht  
2011

### ***document version***

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### ***citation for published version (APA)***

Kuiper, S. H., & Lutjens, E. (2011). Prudente pensioenbeleggingen. In C. E. C. Jansen, S. A. J. Munneke, F. J. van Ommeren, & J. W. Rutgers (Eds.), *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht* (pp. 147-172). Boom Juridische uitgevers.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

## PRUDENTE PENSIOENBELEGGINGEN

*Over de plicht van pensioenfondsen om pensioengelden te beleggen in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden*

S.H. Kuiper & E. Luttjens

### 1 INLEIDING

Nederlandse werknemers sparen *en masse* – weliswaar vaak gedwongen – voor pensioen via hun werkgever. Ruim negentig procent van de Nederlandse werknemers neemt deel in een pensioenregeling via de werkgever.<sup>1</sup> Het op die manier gespaarde pensioenvermogen wordt bij verzekeraars, maar vooral bij pensioenfondsen ondergebracht.<sup>2</sup> Het totaal aan activa op de balans van Nederlandse pensioenfondsen bedraagt rond de € 750 miljard (ultimo 2010).<sup>3</sup> Met aanvullend pensioen zijn dan ook niet geringe financiële en maatschappelijke belangen gemoeid.<sup>4</sup>

Wij onderzoeken in deze bijdrage of, en zo ja, hoe het recht door regulering van beheer van pensioengelden, bijdraagt aan pensioenzekerheid (zekerheid dat overeengekomen pensioen daadwerkelijk tot uitkering komt). Wij bespreken de vraag of die regulering adequaat is, met het oog op rechtsbescherming van individuele werknemers tegen onzorgvuldig beheer. Bij deze bespreking staat artikel 135 Pensioenwet (PW) centraal. Dit bevat een zorgplicht gericht op prudent beheer van pensioengelden door pensioenfondsen. Het onderwerp is mede actueel door de als gevolg van de financiële crisis veroorzaakte daling van dekkingsgraden van pensioenfondsen als gevolg waarvan diverse pensioenfondsen onder ogen hebben moeten zien of het verminderen (korten, afstempelen) van pensioenaanspraken en -rechten overeenkomstig artikel 134 PW noodzakelijk zou (moeten) zijn.

Het plan van behandeling is als volgt. Eerst analyseren wij, in het licht van onze vraagstelling, welke belangen contractspartijen bij overeenkomsten over pensioen hebben

1 CBS, *Witte vlek op pensioengebied 2007*, Den Haag/Heerlen: CBS 2009, p. 28; Kamerstukken II 2009/10, 30 413, nr. 136, p. 2.

2 In 2008 beheerden verzekeraars 16% en pensioenfondsen 84% van de pensioenreserves (DNB, *Statistisch Bulletin december 2009*, Amsterdam: DNB 2009, p. 31).

3 Toezichtgegevens pensioenfondsen op [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

4 Het totale belegde pensioenvermogen van de Nederlandse pensioenfondsen is sinds 1987 toegenomen van 70% van het BNP naar 136% van het BNP in 2007 (J.M.G. Frijns, J.A. Nijssen & L.J.R. Scholtens, *Pensioen: 'Onzekere zekerheid'; Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen*, 2010, p. 17).

bij beleggingskeuzen van pensioenfondsen (par. 2). Vervolgens bespreken wij de beleggingsnorm voor pensioenfondsen: prudent beleggen in artikel 135 PW. Wij stellen daarbij aan de orde in welke mate prudent beleggen volgens artikel 135 PW de door ons gesignaleerde belangen van contractspartijen omvat (par. 3). Daarna bespreken wij of naleving van deze belangen ook door een individu of door een groep individuen via artikel 135 PW afgedwongen kan worden (par. 4). Ten laatste formuleren wij enkele conclusies en aanbevelingen (par. 5).

Wij zijn ons ervan bewust dat het recht niet bij machte is volledige zekerheid te geven. Juist de laatste jaren tonen aan dat een door externe factoren veroorzaakte financiële crisis, alsmede de marktrente en de levensverwachting van pensioenrechthebbenden grote invloed hebben op het vermogen van pensioenfondsen en daarmee op de pensioenzekerheid. Dit neemt niet weg dat rechtsregels over financieel beheer op hun eigen waarde en betekenis kunnen worden beoordeeld. Bovendien kan de vraag worden opgeworpen of de afhankelijkheid van genoemde elementen betekenis dient te hebben voor het beleid van een pensioenfonds inzake het financieel beheer. Die vraag zullen wij ook bespreken.

## 2 BELANGEN EN BELANGHEBBENDEN BIJ BELEGGINGSBELEID PENSIOENFONDS

In deze paragraaf analyseren wij belangen en voorkeuren ten aanzien van het beleggingsbeleid van een pensioenfonds. Wij concentreren ons op personen betrokken bij een pensioenregeling (par. 2.1). Zij hebben allen belang bij een zo groot mogelijke pensioenzekerheid (par. 2.2.). Dat impliceert voorkeuren ten aanzien van beleggingsbeleid van het pensioenfonds waarbij zij zijn betrokken.<sup>5</sup> Beleggingsbeleid kan een offensief, maar ook een meer defensief karakter hebben (par. 2.3). De mate waarin personen betrokken bij een pensioenregeling door de invulling van het beleggingsbeleid geraakt worden, is afhankelijk van meerdere factoren (par. 2.4). Wij bespreken drie factoren die volgens ons in belangrijke mate van invloed zijn op de voorkeuren ten aanzien van beleggingsbeleid van een pensioenfonds (par. 2.5). Daarbij maken wij onderscheid tussen factoren die pas relevant zijn indien een persoon financieel geraakt wordt door dat beleggingsbeleid en factoren die een meer emotionele grondslag hebben. Deze analyse biedt ons de gelegenheid later in deze bijdrage te beoordelen of en hoe het recht de met deze factoren samenhangende belangen erkent.

<sup>5</sup> Pensioenzekerheid is afhankelijk van de vermogenspositie van het pensioenfonds en daarmee van zijn beleggingsbeleid. Andere factoren zijn uitgaven van het fonds (daaronder kosten) en de methodiek van waardering van de vermogenspositie.

### 2.1 Belanghebbenden

Er zijn ten minste drie en soms vier of meer personen betrokken bij arbeidsgerelateerde pensioenregelingen: de werkgever, werknemer, begunstigde en de pensioenuitvoerder. Uit de grondslag van een arbeidsgerelateerde pensioenregeling volgt dat in ieder geval werkgever en werknemer betrokken zijn. Arbeidsgerelateerde pensioenregelingen zijn pensioenregelingen gebaseerd op een pensioenovereenkomst tussen werkgever en werknemer, als onderdeel van de arbeidsovereenkomst,<sup>6</sup> dan wel op de verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds op grond van de Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000 of de Wet Privatisering ABP.<sup>7</sup> De rechtsbetrekking tussen een werkgever en een werknemer die het gevolg is van een dergelijke verplichte deelneming stelt de Pensioenwet gelijk met een pensioenovereenkomst (art. 2 lid 2 PW).<sup>8</sup>

Werkgevers dienen voor pensioen bestemde gelden buiten het ondernemingsvermogen veilig te stellen door deze onder te brengen bij een pensioenuitvoerder of toegelaten buitenlandse uitvoerder.<sup>9</sup> De pensioenuitvoerder, waaronder pensioenfondsen,<sup>10</sup> is daarmee de derde betrokken partij. Pensioenfondsen evenals andersoortige pensioenuitvoerders beheren pensioengelden met het oog op het uitkeren van pensioen.<sup>11</sup> Dat brengt andere bij de pensioenregeling betrokken partijen in beeld: de pensioengerechtigde en de aanspraakgerechtigde. De pensioengerechtigde is de persoon voor wie het pensioen is ingegaan. De aanspraakgerechtigde is de persoon die begunstigde is voor een nog niet ingegaan pensioen (definities in art. 1 PW). De werknemer is pensioen- en aanspraakgerechtigde bij ouderdoms- en arbeidsongeschiktheidspensioen. De nabestaanden van een werknemer zijn pensioen- en aanspraakgerechtigde bij partner- en wezenpensioen.<sup>12</sup> Hoewel werknemer en pensioen- en aanspraakgerechtigde dezelfde kunnen zijn, zijn de belangen van deze persoon in zijn hoedanigheid van werknemer niet – althans niet zonder meer – identiek aan de belangen van deze persoon als pensioen- en aanspraakgerechtigde. Evenmin zijn

<sup>6</sup> Zie art. 1 PW, definitie pensioenovereenkomst.

<sup>7</sup> De verplichte deelneming op grond van de Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000, dan wel op grond van de Wet Privatisering ABP.

<sup>8</sup> Art. 2 lid 2 sub b PW.

<sup>9</sup> Dat wordt bij wet tot uitdrukking gebracht door werkgevers te verplichten een pensioenovereenkomst onder te brengen bij een pensioenfonds, verzekeraar, premiepensioeninstelling of buitenlandse pensioeninstelling (art. 23 PW).

<sup>10</sup> Het pensioenfonds is een type pensioenuitvoerder. Zie art. 1 PW, definitie pensioenuitvoerder.

<sup>11</sup> Met dien verstande dat de premiepensioeninstelling (ppi) niet zelf de uitkeringen mag verrichten. Een ppi mag immers geen verzekeringsrisico dragen. De ppi dient daarom op de datum van omzetting van pensioenaanspraken in een pensioenuitkering, de waarde van de pensioenaanspraken over te dragen naar een verzekeraar (art. 81a PW).

<sup>12</sup> De positie van de ex-echtgenoot van een deelnemer in verband met de aanspraak op betaling van een deel van het ouderdomspensioen of – na conversie – de toekenning van een eigen pensioenaanspraak laten wij buiten beschouwing.

de belangen van een pensioengerechtigde noodzakelijk op voorhand identiek aan de belangen van een aanspraakgerechtigde.

## 2.2 Pensioenzekerheid; gezamenlijk belang onder druk

Pensioenzekerheid is een belang van werknemer, werkgever, begunstigde en pensioenfonds. Bij kapitaal-, eindloon- en middelloonregelingen betekent meer pensioenzekerheid een grotere kans dat een werkgever de pensioenovereenkomst nakomt. Bij pensioenovereenkomst verbindt de werkgever zich (veelal) jegens de werknemer het tot uitkering doen komen van pensioen door een pensioenuitvoerder bij het intreden van pensioenrisico. Dat pensioen- en aanspraakgerechtigden belang hebben bij uitkeringszekerheid, is vanzelfsprekend. Indien de uitkering van het pensioen ongewenst is, hadden zij begunstiging voor de uitkering vermoedelijk niet aanvaard, althans daarvan afstand gedaan.<sup>13</sup>

In een pensioenfonds komen de belangen van werkgever, werknemer en begunstigde samen. Werkgevers- en werknemersvertegenwoordigers en soms ook vertegenwoordigers van gepensioneerd zetelen in het fondsbestuur.<sup>14</sup> Personen die het beleid van een pensioenfonds bepalen of mede bepalen, dienen zich bij de vervulling van hun taak te richten naar de belangen van de bij het pensioenfonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers, andere aanspraakgerechtigden, de pensioengerechtigden en de werkgever. Deze groepen moeten zich op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen.<sup>15</sup>

De Pensioenwet streeft pensioenzekerheid na.<sup>16</sup> Dat gebeurt onder meer door eisen te stellen aan de financiële opzet van pensioenfondsen.<sup>17</sup> Omdat pensioenfondsen – anders dan verzekeraars – de mogelijkheid hebben om pensioenaanspraken en -rechten te verminderen indien de financiële positie van het pensioenfonds daartoe noodzaakt, is het stellen van die eisen van bijzonder belang.<sup>18</sup> Dit kortingsmiddel is een niet licht inzetbaar *ultimum remedium* van het pensioenfonds.<sup>19</sup>

Pensioenzekerheid staat onder druk. Het realiteitsgehalte van het kunnen inroepen van de zogenoemde kortingsmogelijkheid (ook wel genoemd: het afstempelen) is gebleken in de recente crisis op de financiële markten. Onder invloed van die crisis zagen veel pensioenfondsen hun vermogenspositie ernstig aangetast worden en kwamen ze in een situatie van dekkingstekort. Niet tegenvallende beleggingsresultaten, maar de lage rentestand (en

daarmee de waarderingssystematiek van pensioenvermogen) wordt thans als oorzaak gezien van het feit dat verschillende Nederlandse fondsen een korting hebben moeten overwegen.

Aanvankelijk was aan de fondsen in onderdekking in afwijking van de wettelijke termijn van drie jaar (art. 140 lid 2 PW) een uitstel tot 1 april 2012 gegund om tot herstel te komen (art. 6a lid 6 Regeling PW). Bij de evaluatie in juli 2010<sup>20</sup> constateerde De Nederlandsche Bank (DNB) dat economisch herstel en het herstel bij pensioenfondsen achterbleef bij hetgeen DNB verwachtte en dat uitstel niet meer verantwoord zou zijn. Op grond van deze informatie is de gelegenheid van uitstel tot 2012 vervallen. Tegelijkertijd is de datum waarop een pensioenfonds tot korting moet overgaan indien het zonder die korting een kortetermijnherstelplan kan indienen op grond waarvan het binnen vijf jaar voldoet aan de vereisten omtrent een minimaal eigen vermogen, gesteld op 1 januari 2011 (art. 6a lid 5 Regeling PW).

Volgens de oorspronkelijke tekst van (het thans vervallen) artikel 6a lid 6 Regeling PW had de korting per 1 augustus 2010 toegepast moeten worden. Volgens informatie van DNB zouden veertien pensioenfondsen mogelijk tot het korten van pensioenaanspraken per 1 januari 2011 moeten besluiten. De meeste van deze fondsen hebben echter in de laatste maanden van 2010 zodanig herstel laten zien, dat een korting niet nodig is gebleken. Uiteindelijk heeft slechts een beperkt aantal fondsen tot een korting moeten besluiten. Door de vrees van een langdurige lage rente en nieuwe inzichten omtrent de langere levensverwachting dreigen meer pensioenfondsen de komende jaren op een noodzakelijk kortingsbesluit af te steunen. Dat is voor de sociale partners reden om na te denken over een nieuwe vormgeving van de pensioenovereenkomst (het nieuwe pensioencontract) met meer voorwaardelijke aanspraken, waarbij het beleggingsrisico meer naar de deelnemer verschuift.<sup>21</sup>

## 2.3 Risicovol versus risicomijdend beleggingsbeleid

Beleggen impliceert risico's. Investeren in waarden met beperkte volatiliteit verkleint de kans op sterk negatieve en op sterk positieve beleggingsresultaten. Een 'defensieve' of 'risicomijdende' beleggingsstrategie richt zich daarop. Investeren in sterk volatiele waarden vergroot de kans op negatieve en op positieve beleggingsresultaten. Een 'offensieve' of 'risicovolle' beleggingsstrategie richt zich daarop. Pensioenfondsen zijn in de loop der jaren in toenemende mate in meer volatiele waarden gaan beleggen. Tevens is waarneembaar dat pensioenfondsen risico's afdekken, zoals met name het renterisico.

<sup>13</sup> Bij verplichte deelname in pensioenregeling kan dit anders zijn.

<sup>14</sup> Art. 99 PW. Zie over gepensioneerd art. 101 PW.

<sup>15</sup> Art. 105 lid 2 PW.

<sup>16</sup> Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 3.

<sup>17</sup> Art. 126-150 PW.

<sup>18</sup> Dit is de contractuele bevoegdheid die opgenomen dient te zijn in het pensioenreglement (art. 35 lid 2 sub c PW) waarvan gebruik gemaakt kan worden in bijzondere bij wet genoemde gevallen (art. 134 PW).

<sup>19</sup> Vgl. de voorwaarden gesteld in art. 134 PW.

<sup>20</sup> Art. 6a lid 5 van de Regeling Pensioenwet, zoals gewijzigd bij Regeling van de minister van SZW van 17 augustus 2010, *Stcrt.* 2010, nr. 13134.

<sup>21</sup> Zie hieromtrent het Pensioenakkoord van de Stichting van de Arbeid d.d. 4 juni 2010, op [www.stvda.nl](http://www.stvda.nl).

## 2.4 Doorwerking beleggingsbeleid in uitkering en/of kosten

Belanghebbenden worden financieel geraakt indien beleggingsbeleid de door hen te ontvangen uitkering of door hen te dragen kosten beïnvloedt. Kosten van belanghebbenden bestaan in de kern uit premies en bijdragen. Wij analyseren hierna welke factoren beïnvloeden of en in welke mate beleggingsbeleid doorwerkt in uitkeringen en kosten.

### 2.4.1 Karakter pensioenovereenkomst

Er is onderscheid tussen een uitkeringsovereenkomst of *defined benefit* (DB) pensioenregeling en een premieovereenkomst of *defined contribution* (DC) pensioenregeling. Bij DB-regelingen komen werkgever en werknemer een periodieke bepaalde pensioenuitkering overeen. Voorbeelden zijn de thans veelvuldig gebruikte middelloonregelingen en de in populariteit afnemende eindloonregelingen. De overeenkomst tussen werkgever en werknemer (pensioenovereenkomst) die aan dit type pensioenregeling ten grondslag ligt, karakteriseert de Pensioenwet als 'uitkeringsovereenkomst'. Bij DC-regelingen komen werkgever en werknemer een periodieke premie overeen. Afhankelijk van de ingelegde premie en de daarop behaalde rendementen vormt zich een kapitaal waarmee op pensioendatum een verzekering van een periodieke uitkering wordt aangekocht. De pensioenovereenkomst die aan dit type pensioenregeling ten grondslag ligt, karakteriseert de Pensioenwet als 'premieovereenkomst'.

Er zijn vervolgens twee tussenvarianten: de kapitaalovereenkomst en de CDC-regeling. De kapitaalovereenkomst is een, in artikel 10 PW erkende, pensioenovereenkomst waarbij werkgever en werknemer overeenkomen dat op pensioendatum een vooraf bepaald kapitaal beschikbaar komt bestemd voor aankoop van een periodieke pensioenuitkering. Het risico dat premies en bijdragen onvoldoende zijn ter vorming van dat kapitaal, komt niet voor rekening van de werknemer. Voor de begunstigde is onzeker welke periodieke uitkering hij met dat kapitaal kan aankopen.

De *Collective Defined Contribution*-regeling (CDC-regeling) kan, afhankelijk van hetgeen werkgever en werknemer zijn overeengekomen ten aanzien van pensioen, één van de drie voornoemde karakters hebben (uitkerings-, kapitaal- of premie-overeenkomst). Kenmerkend voor de CDC-regeling is in de praktijk dat de werkgever een vaste, vooraf bepaalde premie overeenkomt. In zoverre heeft de CDC-regeling het karakter van een premieovereenkomst. De uitkeringen binnen een CDC-regeling zijn evenwel meestal geformuleerd als ware er een uitkeringsovereenkomst. Vanwege de afspraak omtrent een vaste premie komen tekorten binnen het pensioenfonds dan voor rekening van de begunstigden. De werkgever kan niet op een bijstortingsplicht of andere vorm van bijbetaling worden aangesproken. Dit laatste is overigens niet kenmerkend voor een CDC-regeling. Ook bij de 'klassieke' uitkeringsovereenkomst hoeft er geen sprake te zijn van een bijstortingsplicht. Indien er wegens een tekort aan premie-inkomsten en/of beleggingsrendement een tekort

binnen het pensioenfonds ontstaat, zal bij zowel de CDC-regeling als de 'klassieke' uitkeringsovereenkomst uiteindelijk het middel van korting overeenkomstig artikel 134 PW ingeroepen mogen worden.<sup>22</sup>

Het karakter van de pensioenovereenkomst beïnvloedt de mate waarin beleggingsbeleid doorwerkt in uitkeringen. Bij uitkerings- en kapitaalovereenkomsten wordt het effect van dat beleid op de hoogte van de uitkering sterk gedempt. De uitkering noch het kapitaal dat werd overeengekomen zal in beginsel hoger of lager worden door beleggingsresultaten. Er zijn twee uitzonderingen. Positieve beleggingsresultaten vergroten de kans op behoud van koopkracht van het pensioen (zie hierna). Negatieve beleggingsresultaten zijn merkbaar indien de vermogenspositie van het fonds zo slecht is, dat korting van pensioenrechten of aanspraken noodzakelijk wordt. Bovendien moet in aanmerking worden genomen dat het niet inherent aan de uitkeringsovereenkomst is dat de werkgever moet bijstorten in geval van negatieve beleggingsresultaten. Mogelijk is een premieverhoging wel onderdeel van de pensioenovereenkomst, maar zelfs dat is niet inherent aan de uitkeringsovereenkomst, terwijl bovendien de premie aan een maximum (percentage, het premieplafond) kan zijn gebonden. Bij premieovereenkomsten is het effect van beleggingsbeleid op de hoogte van de uitkering juist sterk. Beleggingsresultaten werken direct, zowel positief als negatief, door in het kapitaal dat beschikbaar komt ter verzekering van een uitkering. Partijen bij een pensioenregeling kunnen deze effecten contractueel limiteren.<sup>23</sup>

Het karakter van de pensioenovereenkomst beïnvloedt eveneens de mate waarin beleggingsbeleid doorwerkt in kosten. Tekorten in beleggingsopbrengsten leiden bij premie- en kapitaalovereenkomsten tot een toenemende druk de premies te verhogen of extra bijdragen te storten. Overschotten in beleggingsopbrengsten kunnen aanleiding geven tot opschorting van premiebetaling of terugstorting aan de werkgever. Immers, de omvang van pensioenverplichtingen fluctueert, anders dan bij premieovereenkomsten, in beginsel niet vanwege beleggingsresultaten (behoudens korting en toeslagen). Er wordt als uitgangspunt een uitkering of kapitaal toegezegd, ongeacht of dit uit beleggingsopbrengsten of andere bron gefinancierd wordt. De realisering van deze toezegging kan onzeker zijn indien er voor de werkgever geen bijstortingsplicht of geen dan wel een gemaximeerde premieverhogingsplicht is bij uitkeringsovereenkomsten.

Zoals hiervoor al is opgemerkt, zijn er voornemens pensioenen nadrukkelijker afhankelijk te maken van de vermogenspositie van de pensioenuitvoerder. In juli 2010 kwamen sociale partners in de Stichting van de Arbeid tot een pensioenakkoord. Een van de voorstellen om het Nederlandse pensioenstelsel meer toekomstbestendig te maken is om als

<sup>22</sup> Zie over CDC onder meer J.B. Kuné, 'Het zoeken van de mens naar zekerheid: CDC-systematiek onontkoombaar?', *Pensioenmagazine december* 2008, p. 6.

<sup>23</sup> Bijv. door een minimum rendement (rendementsgarantie) of maximum rendement overeen te komen.

vast element in de pensioenovereenkomst nominale pensioenen afhankelijk te maken van zowel positieve als negatieve beleggingsresultaten.

#### 2.4.2 Voorwaardelijk(e) pensioen(verhogingen)

Beleggingsbeleid werkt door in voorwaardelijke pensioenverhogingen. Partijen bij een pensioenovereenkomst maken veelal afspraken die ertoe strekken de reële waarde, de koopkracht, van een pensioenuitkering of pensioenkapitaal met het verstrijken van de tijd (enigszins) gelijk te laten zijn. Er is dan sprake van een 'geïndexeerd pensioen', pensioen waarbij 'toeslagverlening' plaatsvindt. Denkbaar is de ambitie opgebouwde pensioenaanspraken en reeds tot uitkering komende pensioenen te indexeren op basis van de algemene ontwikkeling van salarissen in de CAO's die gelden voor aangesloten werkgevers in een kalenderjaar. Toeslagverlening is vrijwel nooit onvoorwaardelijk toegezegd of anderszins gegarandeerd. Bijna altijd zullen nadere voorwaarden vervuld moeten zijn alvorens verhoging plaatsvindt. Deze voorwaarden kunnen verband houden met beleggingsrendementen, maar ook meer algemeen met de vermogenspositie van het fonds.

#### 2.4.3 Premiebetalings- en bijstortingsplicht

Beleggingsopbrengsten zijn van invloed op premie- en bijdrageplichten. Premies en bijdragen kunnen ten laste komen van werkgever en/of werknemer of gewezen werknemer. Premie is de in geld uitgedrukte structurele prestatie verschuldigd aan de pensioenuitvoerder en bestemd voor verzekering van pensioen. Bijdragen zijn iedere geldsom voldaan aan een pensioenuitvoerder vanwege uitvoering van pensioen- en uitkeringsovereenkomsten.<sup>24</sup> Premies en bijdragen worden door de werkgever voldaan aan een pensioenuitvoerder, tenzij er sprake is van premiebetaling in het kader van vrijwillige voortzetting van de pensioenregeling door de deelnemer.<sup>25</sup> Werknemerspremie kan ingehouden worden op het (bruto) loon van een werknemer.<sup>26</sup> Werkgevers kunnen contractueel gehouden zijn vermogenstekorten aan te zuiveren door het voldoen van extra bijdragen. Werkgever en pensioenfonds zijn gehouden over het al dan niet bestaan van bijstortingsplichten te contracteren (art. 25 PW). Het opeisen door een pensioenfonds van contractueel bestaande bijstortingsplichten kan onder omstandigheden leiden tot het onevenredig schaden van de belangen van de werkgever. Kortom van pensioenrechten en -aanspraken is dan gepast (vergelijk art. 134 lid 1 onder b PW).

<sup>24</sup> Zie de definitie van 'premie' respectievelijk 'bijdrage' in art. 1 PW.

<sup>25</sup> Art. 24 PW.

<sup>26</sup> Art. 7:631 lid 3 BW.

#### 2.5 Voorkeur voor risico of zekerheid

Hiervoor brachten wij de factoren die beïnvloeden of belanghebbenden financieel geraakt worden door beleggingsbeleid in kaart. Uit deze factoren spreekt geen voorkeur voor offensief of juist defensief beleggingsbeleid. Immers, nimmer was sprake van een *free lunch* (wel genieten van de kans op hoge beleggingsopbrengsten en niet bijdragen in de prijs van dat risico). Hierna benoemen wij factoren die wel van invloed zijn op een voorkeur voor risicovol of juist risicomijdend beleggingsbeleid: 1. vermogenspositie en uitkeringszekerheid, 2. leeftijd en beleggingshorizon, 3. en emotionele factoren.

Wij veronderstellen dat belanghebbenden hun voorkeur voor risicovol respectievelijk risicomijdend beleggingsbeleid laten bepalen door (de mate) waarin zij financieel geraakt worden door de gevolgen van dat beleid. Tevens veronderstellen wij dat emotionele factoren meewegen.

##### 2.5.1 Vermogenspositie en uitkeringszekerheid

Een betrokkene bij een pensioenfonds heeft er belang bij dat het fonds rekening houdt met zijn vermogenspositie. Dit belang komt aan de orde bij zowel uitgaven ten behoeve van pensioen als bij inkomsten vanwege de uitkeringen.

Deelnemers zijn veelal premieplichtig. Werkgevers zijn premieplichtig en kunnen gehouden zijn extra bijdragen te voldoen. Niet premieplichtig zijn gewezen deelnemers, pensioengerechtigden en aanspraakgerechtigden en toekomstige pensioengerechtigden voor nabestaandenpensioen. Premieplichtigen zullen gestuurd worden in hun beleggingsvoorkeur door de invloed die het nemen van beleggingsrisico heeft en kan hebben op af te dragen premies en bijdragen aan het pensioenfonds. De beleggingsvoorkeuren van actieve en gewezen deelnemers zullen daarom niet gelijk zijn. Ditzelfde geldt voor werkgevers en werknemers indien het werkgevers en het werknemersdeel van de premie ongelijk is.

Een werkgever zal, zeker in een periode waarin het met zijn bedrijfsvoering wat minder gaat, niet geconfronteerd willen worden met aanvullende bijdragen of hogere premielasten. Een begunstigde zal zich eerder een risicovolle belegging met zijn pensioenvermogen kunnen permitteren indien zijn inkomens en vermogenspositie beperkt afhankelijk is van een pensioenuitkering.

Bovendien is voor begunstigden van belang welke mate van zekerheid zij contractueel, gelet op de toezeggingen in de pensioenovereenkomst, over de uitkeringen hebben. Niet alleen is daarbij het karakter van de pensioenovereenkomst van belang, maar ook of en in welke mate voor de werkgever bij de uitkeringsovereenkomst een plicht tot bijstorting en/of premieverhoging bestaat.

### 2.5.2 Leeftijd en beleggingshorizon

De balans tussen risico en zekerheid van aanspraak- of pensioengerechtigden ten aanzien van beleggingen is afhankelijk van hun leeftijd. Ouderen zijn (veelal) minder bereid risicovol te investeren dan jongeren. Jongeren kunnen immers in grotere mate dan ouderen hun consumptiepatroon of de wijze waarop zij hun menselijk kapitaal – de contante waarde van alle huidige en toekomstige looninkomsten – aanwenden, aanpassen aan rendementen op het pensioenvermogen. Jongeren kunnen een tekort (of teveel) aan pensioenvermogen eenvoudiger compenseren dan ouderen. De omvang van het menselijk kapitaal en de tijdsduur van corrigerende consumptie is vanwege de langere resterende levensduur van jongeren groter dan die van ouderen. Aanspraak- en pensioengerechtigden hebben er derhalve belang bij dat beleggingskeuzen afgestemd zijn op hun leeftijd.

Het beleggingsrisico dat een begunstigde wenst te lopen is afhankelijk van diens beleggingshorizon. Dat is de duur tot aan het moment waarop niet langer met pensioenpremie belegd kan worden en tot uitkering komt. Naarmate deze horizon langer is, wordt de termijn waarin effecten van negatief beleggingsbeleid gecorrigeerd kunnen worden groter. Bij een lange beleggingshorizon is het nemen van risico's dan ook minder schadelijk dan bij een korte beleggingshorizon. Kenmerkend voor vermogen belegd door een pensioenfonds is dat er geen sprake is van vermogensscheiding per deelnemer of groep werknemers. Dit volgt uit het verbod op *ring fencing*.<sup>27</sup> Daaruit volgt dat een individuele beleggingshorizon ontbreekt. Risico's kunnen gecompenseerd worden bij aanwezigheid van voldoende actieve deelnemers. Naarmate het bestand aan actieve deelnemers ten opzichte van het aantal niet premieplichtigen afneemt, krimpt de ruimte om de gevolgen van beleggingsbeleid te corrigeren.

### 2.5.3 Emotionele factoren

Bij het bepalen van beleggingsvoorkeuren spelen ook economisch minder rationele factoren een rol. Deze voorkeuren onderscheiden wij in tactische (voorkeuren ten aanzien van verwachte rendementen), ethische en overige voorkeuren. Van een tactische voorkeur is niet evident of de begunstigde of sponsor belang heeft bij erkenning van die voorkeur. Een pensioenfonds zal meer ervaring en daarmee, over het algemeen, meer expertise hebben op het terrein van pensioenbeleggingen dan een aanspraak- of pensioengerechtigde. Het verwerpen van deze voorkeur zal een fonds kunnen uitleggen. Dat is bij ethische voorkeuren anders, op zijn minst minder eenvoudig en soms onmogelijk. Voorkeuren van ethische aard zijn daarmee van belang om mee te wegen zodat draagvlak voor verplichte deelname in een pensioenregeling behouden blijft. Illustratief is de onrust die ontstond toen bleek

<sup>27</sup> Art. 123 lid 1 PW.

dat er fondsen waren die indirect bijdroegen aan financiering van wapenfabricage.<sup>28</sup> Andersoortige voorkeuren, zoals die voor het oude en vertrouwde *status quo bias*, zullen wellicht een wat meer irrationele achtergrond hebben. Weerstand tegen verwerping van deze voorkeur is vermoedelijk weg te nemen met informatie.

### 3 ZORGVULDIG BELEGGEN VOLGENS DE PENSIOENWET

De Pensioenwet reguleert het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Een pensioenfonds is gehouden een beleggingsbeleid te voeren 'dat in overeenstemming is met de prudent-person regel' en 'met name gebaseerd is op' enkele in de Pensioenwet benoemde uitgangspunten (art. 135 lid 1 PW). Die uitgangspunten zijn dat (a) waarden belegd worden in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden, (b) beleggingen in de bijdragende onderneming slechts beperkt toegestaan zijn en (c) beleggingen gewaardeerd worden op basis van marktwaardering. Lagere regelgeving bevat nadere voorschriften aangaande het beleggingsbeleid van pensioenfondsen.<sup>29</sup> Die voorschriften kleuren de prudent-personregel, geven nadere invulling aan voornoemde uitgangspunten<sup>30</sup> of doen beide.<sup>31</sup> Ze verplichten een pensioenfonds:<sup>32</sup>

1. waarden zodanig te beleggen dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel gewaarborgd is;
2. waarden naar behoren te diversifiëren;
3. slechts te beleggen in derivaten wanneer dat leidt tot risicovermindering of doeltreffend beheer;
4. technische voorzieningen te beleggen op een wijze die strookt met de aard en duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen, en
5. hoofdzakelijk te beleggen op gereguleerde markten en tot een prudent niveau op andere markten.

In deze paragraaf stellen wij vast waartoe deze regulering strekt. Aan de orde komt het doel van regulering van beleggingsbeleid van pensioenfondsen (par. 3.1), toegestane

<sup>28</sup> Vgl. 'Nederlandse pensioenfondsen beleggen in wapenbedrijven die onder meer clusterbommen en landmijnen produceren', *NRC Handelsblad* 19 maart 2007.

<sup>29</sup> Art. 135 lid 2 creëert de bevoegdheid om bij of krachtens algemene maatregel van bestuur 'ter waarborging van het (in art. 135 lid 1 benoemde, SHK/EL) prudente beleggingsbeleid' nadere regels te stellen. Het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen, *Stb.* 2006, 710 (Besluit FTK) bevat die regels.

<sup>30</sup> Art. 13 lid 6 Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen geeft evident slechts invulling aan art. 135 lid 1 sub c en daarmee aan het uitgangspunt waardering op marktwaarde.

<sup>31</sup> Vanwege de, zoals straks zal blijken, ruime omvang van de 'prudent-personregel' is het vooral slecht te onderscheiden wanneer nadere invulling wordt gegeven en wanneer slechts het uitgangspunt beleggen in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden gediend wordt.

<sup>32</sup> Art. 13 Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen.

beleggingsvormen (par. 3.2), de prudent-personregel en in deze voorschriften geïncorporeerde belangen (par. 3.3 en 3.4) en tot slot een vergelijking met de hiervoor geschetste particuliere belangen (par. 3.5).

### 3.1 *Zorgplicht als instructienorm voor pensioenfondsen en toezichthouder*

Voordat wij verder ingaan op de materiële betekenis van de wettelijke plicht tot zorgvuldig beleggen, stellen wij het doel van regulering van dat beleggingsbeleid aan de orde. Dat is van belang om straks (par. 4) te kunnen beoordelen of ook anderen dan de toezichthouder<sup>33</sup> in rechte kunnen ageren tegen niet-naleven van artikel 135 PW. Hierna belichten wij dat vanuit wetshistorisch perspectief.

Pensioenfondsen zijn sinds 1952 gehouden een zorgvuldig beleggingsbeleid te voeren of, in de dan en tot 2006 gehanteerde terminologie, op solide wijze te beleggen.<sup>34</sup> Deze wettelijke plicht was een maatregel om teleurgestelde verwachtingen over hoogte van de pensioenuitkering te voorkomen.<sup>35</sup> Bescherming van begunstigten voor pensioen door vermogen veilig te stellen is kennelijk het doel van de regel. Overheidstoezicht was al bij introductie een garantie voor verwezenlijking van dat doel. 'Regelmatig deskundig toezicht kan hier (bij voorkomen teleurgestelde verwachtingen wegens onsolide beleggingen, SHK/EL) niet gemist worden.'<sup>36</sup> De wens was een toezichtstelsel op pensioenfondsen vergelijkbaar met dat voor levensverzekeraars.<sup>37</sup> Het verzekeringstoezicht bestond uit een *normatief* en *repressief* systeem. Normatief, omdat ondernemingsvrijheid in dat systeem in de hoofdzaak gelimiteerd wordt door een beperkt aantal algemene normen die zich richten op financiële stabiliteit van de onderneming. Dat systeem kent geen beperkingen die zich richten op prijsstelling, risicoacceptatie en al dan niet toegelaten beleggingen.<sup>38</sup> Repressief, omdat het uitgaat van terughoudende overheidscontrole achteraf. Door onder

toezicht staande instellingen te belasten met openbaarmakingsplichten wordt de toezichthouder in staat gesteld repressief toezicht uit te oefenen.<sup>39</sup>

Is slechts overheidstoezicht voldoende? In 1972 – bij herziening van de Pensioen- en Spaarfondsenwet (PSW) – kwam men bij het stellen van die vraag in de buurt. Aan de orde was of de verplichting tot 'solide beleggen' wel 'voldoende garantie biedt'.<sup>40</sup> Staatssecretaris van Sociale Zaken Rietkerk en minister van Justitie Van Agt oordeelden dat

'[d]e vraag, of op voldoende solide wijze door een fonds is belegd, moet [...] voor elk spaarfonds en pensioenfonds afzonderlijk worden gezien tegen de achtergrond van de financiële opzet respectievelijk de actuële en bedrijfstechnische opzet [...] van dat fonds, de aard van de verplichtingen en de financiële toestand. In dit verband zou een nadere omschrijving van het begrip solide wellicht in een aantal gevallen een onbedoelde begrenzing en daarmee een onnodige beperking van de beleggingsvrijheid medebrengen.'<sup>41</sup>

Een duiding van de term 'solide wijze' achtten zij onnodig, omdat 'het toezicht van de Verzekeringskamer [...] aan de bepaling zelf reële inhoud geeft'.<sup>42</sup> Overheidstoezicht speelt kennelijk een belangrijke rol, maar de wetshistorie bij artikel 135 PW sluit handhaving door middel van privaatrechtelijke instrumenten niet bij voorbaat uit.

Maakt men aan de hand van het voorgaande de balans op, dan blijkt (1) de wettelijke plicht tot zorgvuldig beleggen het voorkomen van teleurgestelde pensioenverwachtingen van aanspraak- en pensioengerechtigden tot doel te hebben en (2) overheidstoezicht een voornaam middel om dat doel te verwezenlijken. In de jaren tachtig van de vorige eeuw is tevergeefs geprobeerd dat doel te verruimen. Om de mate waarin institutionele beleggers buiten Nederland beleggen van overheidswege te sturen werd overwogen om nadere voorschriften te stellen aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen.<sup>43</sup> De Verzekers-

33 Voornoemde eisen ten aanzien van beleggingen maken onderdeel uit van het zogenoemde financieel toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen. Dat toetsingskader dient ter beoordeling van de financiële solidariteit van pensioenfondsen. De Nederlandsche Bank houdt daarop toezicht en het FTK is haar beoordelingsmaatstaf. Zo beschouwd is art. 135 PW niet alleen instructienorm voor pensioenfondsen, maar ook een toetsingsmaatstaf voor de toezichthouder.

34 Aanvankelijk opgenomen in art. 14 PSW, later verplaatst naar art. 9b PSW. De norm van solide beleggen stond als een huis in de PSW. Tot het moment van aanpassing aan Richtlijn EG 2003/41 is deze wettelijke norm niet gewijzigd. Zie hieromtrent ook E. Lutjens, *De PSW – wetshistorisch overzicht en commentaar*, Deventer: Kluwer 1998, aantekening bij art. 14 PSW.

35 Kamerstukken II 1949/50, 1730, nr. 3, p. 6.

36 Kamerstukken II 1949/50, 1730, nr. 3, p. 6.

37 Kamerstukken II 1949/50, 1730, nr. 3, p. 9.

38 Dat deze gedachte ook zijn weg vond in de PSW, mag blijken uit de volgende overweging in de memorie van toelichting bij art. 14 PSW: 'Dit betekent (de verplichting tot solide beleggen, SHK/EL) dat aan de fondsen wettelijk geen beperkingen betreffende de belegging van hun beschikbare gelden worden opgelegd.' (Kamerstukken II 1949/50, 1730, nr. 3, p. 9).

39 G.R. Boshuizen, *Verzekeringen, overheidstoezicht en privaatrecht: de samenhang tussen het toezichtrecht en het privaatrecht met betrekking tot het particuliere verzekeringsbedrijf in Nederland*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2001, p. 16-22; G.R. Boshuizen & B.H. Jager, *Verzekerd van toezicht: regelgeving voor levensverzekeraars, schadeverzekeraars, natura-uitvaartverzekeraars en herverzekeraars op grond van de Wet op het financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2008, p. 55.

40 Deze vraag kwam enkele jaren eerder, bij invoering van de Wet betreffende verplichte deelneming in een beroepspensioenregeling ook aan bod. Toen werd overwogen: 'De in het kader van de Pensioen- en spaarfondsenwet opgedane ervaringen zijn alleszins bevredigend. In dit verband achten de ondergetekenden een nadere uitwerking van het "op solide wijze" niet noodzakelijk' (Kamerstukken II 1969/70, 10 216, nr. 5, p. 6).

41 Kamerstukken II 1971/72, 11 529, nr. 5, p. 3. Deze stelling werd opnieuw betrokken in 1986, bij bespreking van enige wijzigingen van de Beleggingswet, *Stb.* 1939, nr. 400 (Kamerstukken II 1986/87, 19 524, nr. 6, p. 24).

42 Kamerstukken II 1971/72, 11 529, nr. 5, p. 3.

43 Aanleiding was een bij de wijziging van de PSW in oktober 1980 door het Tweede Kamerlid De Graaf ingediende motie die veronderstelde dat door institutionele beleggers in toenemende mate belegd werd buiten



kamer en de toenmalige minister van Financiën ontraadden dat en de voorschriften kwamen er niet. Beleggingsvoorschriften zouden afstemming van het beleggingsbeleid door een onder toezicht staande instelling aan de uiteindelijke doelstelling van die instelling in de weg staan.<sup>44</sup>

Concluderend stellen wij vast dat uit deze beknopte wetshistorische schets blijkt dat de wettelijke plicht tot zorgvuldig beleggen tot doel heeft de begunstigde voor pensioen te beschermen tegen tegenvallende pensioenresultaten. Overheidstoezicht staat als middel voorop bij het verwezenlijken van dat doel. Dit blijkt ook thans uit de plaats van artikel 135 PW in de Pensioenwet, namelijk als onderdeel van het financieel toetsingskader (FTK). Daaruit volgt echter niet dat overheidstoezicht het enige middel is om pensioenuitvoerders tot zorgvuldig beleggingsbeleid te bewegen.

### 3.2 Tweeledig systeem van zorgplichten

De reguleringsystematiek van artikel 135 PW bestaat uit een tweeledig systeem. Enerzijds bevat het artikel regels over hoe beleggingen op waarde te schatten en anderzijds bevat het beleggingsinstructies. Het een kan niet zonder het ander: zonder waarderingsmaatstaf is onbekend in welke mate een fonds waarden belegt in een bepaalde vorm. Die waarderingsmaatstaf en de eventuele voor- of nadelen ervan, laten wij rusten.<sup>45</sup> De nadruk ligt hier op de toegestane beleggingsvormen.

De beleggingsregels voor pensioenfondsen verplichten tot het betrachten van zorg voor een door de wetgever geformuleerd belang, dat zodanig algemeen geformuleerd is dat de normadressaat (het pensioenfonds) verscheidene, zelf te kiezen, rechtmatige gedragsopties openstaan. Er is, zou men kunnen stellen, sprake van een zorgplicht voor het pensioenfonds. Enerzijds zijn er kwantitatieve restricties en anderzijds zijn er kwalitatieve restricties gesteld aan de gedragsopties die een pensioenfonds heeft. Kwantitatieve restricties zijn in absolute termen gestelde maxima of minima aan de mate waarin het recht een pensioenfonds toestaat waarden een bepaalde bestemming te geven. Bijvoorbeeld: een fonds mag ten hoogste 5% van de portefeuille als geheel in de bijdragende onderneming beleggen (art. 135 lid 1 sub b PW). Kwalitatieve restricties begrenzen het beleggingsbeleid van een pensioenfonds door het met dat beleid te dienen belang – meer of minder expliciet

verwoordt – in regelgeving vast te leggen. Een voorbeeld waarbij dat belang expliciet is verwoordt: 'de waarden worden belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden' (art. 135 lid 1 sub a PW). En een voorbeeld waarbij dat belang minder expliciet is verwoordt: een pensioenfonds voert een beleggingsbeleid dat gebaseerd is op de 'prudent-personregel' (art. 135 lid 1 aanhef PW).

De 'prudent-personregel'<sup>46</sup> is een van de hiervoor bedoelde kwantitatieve restricties in de zin van de Pensioenwet. De prudent-personregel is complementair aan andere kwantitatieve restricties in artikel 135 PW en daarmee aan hiervoor benoemde kwalitatieve restricties en de verplichting beleggingen te waarderen op marktwaarde.<sup>47</sup> Kennelijk zijn er twee te onderscheiden voorwaarden, namelijk de prudent-personregel enerzijds en de meer specifiek in de Pensioenwet benoemde uitgangspunten anderzijds. Deze constatering is van belang. Volgt men dit onderscheid, dan is denkbaar dat een pensioenfonds voldoet aan alle 'volgende uitgangspunten' waarnaar artikel 135 PW verwijst, maar toch in strijd handelt met de zorgvuldigheid die de prudent-personregel verlangt.<sup>48</sup> Of deze situatie ook daadwerkelijk denkbaar is, hangt af van de materiële betekenis van de prudent-personregel (zie hierna).

### 3.3 De 'prudent-personregel'

De wetsgeschiedenis van de Pensioenwet geeft summier handvatten om te komen tot een invulling van de prudent-personregel. Men leest daar dat '[d]e (prudent-person, SHK/EL) regel (...) het best benaderd (wordt) in het uitgangspunt dat de waarden op zodanige wijze worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd'.<sup>49</sup> Daarna leest men over andere uitgangspunten die in het beleggingsbeleid van een pensioenfonds betrokken moeten worden, zonder dat zij (sterk) onderscheiden worden van de prudent-personregel.<sup>50</sup> In de wetsgeschiedenis

Nederland met een schadelijk effect voor de Nederlandse economie tot gevolg (Kamerstukken II 1980/81, 16 963, nr. 2).

44 Kamerstukken II 16 963, nr. 1-2, p. 8. Het opstellen van beleggingsvoorschriften zou tevens het onwenselijke gevolg hebben, stelt de Verzekeringskamer, dat het repressief toezicht waarvoor in Nederland gekozen is in belangrijke mate elementen van materieel toezicht zou gaan bevatten. De overhoud zou dan het beleid binnen een onder toezicht staande instelling mede gaan bepalen en daar dan ook de verantwoordelijkheid moeten aanvaarden (brief van de Verzekeringskamer van 11 maart 1981, Kamerstukken II 1980/81, 16 963 nr. 1-2, p. 27).

45 Zie daarover o.a. DNB, *Kwartaalbericht december 2009*, Amsterdam: DNB 2009, p. 38.

46 Art. 135 lid 1 aanhef PW.

47 Een argument voor de juistheid van deze indeling vinden wij in de bewoordingen van art. 135 lid 1 aanhef PW: 'Een pensioenfonds voert een beleggingsbeleid dat in overeenstemming is met de prudent-person regel en (cursivering door ons, SHK/EL) met name gebaseerd is op de volgende uitgangspunten (...).'

48 Tevens is het onderscheid van belang om de wetsgeschiedenis bij dat art. 135 PW op waarde te schatten. De term prudent-personregel heeft daar niet steeds dezelfde betekenis. Soms verwijst die term naar de prudent-personregel als een van de kwantitatieve restricties en soms figureert zij als een aanduiding van het geheel aan regels voor zorgvuldig beleggingsbeleid. Een voorbeeld ziet men door Kamerstukken II 2004/05, 30 104, nr. 3, p. 2-3 te vergelijken met p. 25. Dat Kamerstuk betreft vervanging van het voorschrift 'beleggen op solide wijze' door zorgvuldig beleggingsbeleid met als onderdeel de prudent-personregel. Met het voorschrift dat beleggen op 'solide wijze moet geschieden' (art. 9b PSW tot 18 februari 2006) verwees men naar een complex van kwantitatieve en kwalitatieve beleggingsrestricties. Door de term 'prudent-personregel' als substituuut voor het vereiste 'solide beleggen' te gebruiken, verandert het narratief zo dat ook met de prudent-personregel naar dat gehele complex aan restricties verwezen kan worden.

49 Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 258.

50 Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 258.

zoekt men, zo lijkt het, bij het geven van een invulling aan de prudent-personregel aansluiting bij de separaat van die norm geformuleerde uitgangspunten, en dan in het bijzonder voornoemd uitgangspunt betreffende de portefeuille in zijn geheel. Daarin kan men steun vinden voor het argument dat de prudent-personregel niet (veel) meer omvat dan de nader in artikel 135 PW uitgewerkte overige uitgangspunten. Deze enge uitleg heeft consequenties. Bij het uitgangspunt dat waarden belegd worden in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden (art. 135 lid 1 onder a PW) spelen *alleen* diens belangen een rol en niet die van de werkgever.<sup>51</sup> Indien voornoemde enge uitleg van de prudent-personregel gevolgd wordt, dan mag ook bij toetsing van het beleggingsbeleid van een pensioenfonds aan die regel geen rekening gehouden worden met belangen van de werkgever, althans de belegging is niet specifiek gericht op de werkgeversbelangen. Wij zouden nochtans willen aannemen dat de norm van artikel 105 lid 2 PW – dat kort gezegd alle belanghebbenden, met inbegrip van de werkgever, zich evenwichtig vertegenwoordigd moeten kunnen voelen – meebrengt dat bij een keuze van diverse beleggingen, die elk voor zich in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden zijn, mede het belang van de werkgever betrokken wordt.

Aanwijzingen over de inhoud van de prudent-personregel kan men ook vinden in richtlijn 2003/41/EG (hierna ook: IORP-richtlijn<sup>52</sup>), in de wetgeschiedenis bij de Pensioen- en spaarfondsenwet en door uitleg van de in die wet gebruikte term 'solide beleggen'. De inhoud van artikel 135 PW<sup>53</sup> is namelijk gebaseerd op artikel 9ba zoals dat vanaf 8 februari 2006 in de Pensioen- en spaarfondsenwet stond.<sup>54</sup> Dat artikel ging uit van 'de prudent-personregel' enerzijds en nader in de wet genoemde voorschriften anderzijds. Het artikel verving de voordien geldende verplichting tot 'solide beleggen' in artikel 9b Pensioen- en spaarfondsenwet vanwege de verplichting tot implementatie van de IORP-richtlijn. In de wetgeschiedenis bij de implementatiewet leest men dat 'de prudent personregel niet wezenlijk afwijkt van het in het huidige artikel 9b, eerste lid, (PSW, SHK/EL) vervatte solide beleggen-beginsel'.<sup>55</sup> De ontwikkeling van de norm solide beleggen in de PSW komt

in de volgende paragraaf aan bod. Hierna gaan wij in op de richtlijnconforme interpretatie van artikel 135 PW en (de weinige) rechtspraak over 'solide beleggen'.

De IORP-richtlijn betreft vrij verkeer van vestiging en vrij verkeer van diensten.<sup>56</sup> De 'prudent-personregel' in die richtlijn is derhalve dienstbaar aan die twee vrijheden. Rechtspraak van het Hof van Justitie (hierna HvJ EU) over die regel ontbreekt vooralsnog.<sup>57</sup> De considerans van de richtlijn komt ter bepaling van het *effet utile* van de richtlijn dan ook relatief grote waarde toe. Daaruit blijkt dat de 'prudent-personregel' een beleggingsbeleid vereist dat is toegespitst op de deelnemersstructuur van de afzonderlijke instelling voor bedrijfspensioenvoorziening (preambule 32). Het is een regel die beleggers op lange termijn de ruimte geeft een allocatie van activa te kiezen die strookt met de aard en de looptijd van hun verplichtingen (preambule 32). De 'prudent-personregel' maakt onderdeel uit van de in de richtlijn verankerde prudentiële regels.<sup>58</sup> Die regels, en dus ook de 'prudent-personregel', zijn bedoeld om de toekomstige gepensioneerden 'een hoge mate van zekerheid te bieden en tegelijkertijd een efficiënte uitvoering van de regelingen voor bedrijfspensioenvoorziening mogelijk te maken' (preambule 7). Kennelijk dient de 'prudent-personregel' niet aan vermogensoverheveling van spaargelden naar bedrijfspensioenvoorzieningen in de weg te staan (preambule 6).

De 'prudent-personregel' in de IORP-richtlijn biedt, zo bleek hiervoor, beleggers ruimte om te kiezen hoe zij activa beleggen, mits het belang van (toekomstig) gepensioneerden bij die beleggingskeuzen vooropstaat. Steun voor deze stelling en de stelling dat nationale wetgeving niet of slechts bij uitzondering<sup>59</sup> beperkingen mogen voorschrijven, vindt men in de totstandkomingsgeschiedenis van de richtlijn. Op het niveau van de Europese Unie is, vooral vanaf 1997, gedebatteerd over de spanning tussen kwantitatieve en kwalitatieve beleggingsrestricties als methode voor het reguleren van de beleggingen van pensioenfondsen. De aanleiding daarvoor was de wens om te komen tot een Europese pensioenfondsrichtlijn. Die wens werd niet slechts ingegeven door de gedachte dat 'de veiligheid van pensioenen van het grootste belang is' en dat 'de rechten van toekomstige gepensioneerden [...] door strikte prudentiële normen [moeten] worden beschermd', maar ook door de

51 Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 260.

52 Richtlijn 2003/41/EG betreft de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening. IORP is een acroniem dat staat voor 'Institutions for Occupational Retirement Provision', de Engelstalige term voor instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.

53 Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 258.

54 Wet van 19 januari 2006, houdende wijziging van de Pensioen- en spaarfondsenwet en enige andere wetten in verband met de implementatie van richtlijn nr. 2003/41/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 3 juni 2003 betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (EG L 235/10) (Stb. 2006, 51).

55 Kamerstukken II 2004/05, 30 104, nr. 3, p. 25. Hier heeft men overigens een bron te pakken waarbij de term 'prudent-personregel' als aanduiding voor het geheel aan vereisten van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen enerzijds en anderzijds als aanduiding van slechts een onderdeel van die vereisten door elkaar gaan lopen. Met het voorschrift dat beleggingen op 'solide wijze moeten geschieden' verwees men naar een complex van kwantitatieve en kwalitatieve beleggingsrestricties. Door de term 'prudent-personregel' als substituuut voor het vereiste 'solide beleggen' te gebruiken, verandert het narratief zo dat ook met de prudent-personregel naar dat gehele complex aan restricties verwezen kan worden. Zie ook Kamerstukken II 2004/05, 30 104,

nr. 3, p. 2-3. Zie over een mogelijk onderscheid tussen de 'prudent-personregel' en 'solide beleggen' ook J.M.G. Frijns, R.H. Maatman & T.B.M. Steenkamp, 'Best practice beleggingsbeleid in de EU: prudent person "plus"?', *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken* 2002-2, p. 48. Zij stellen dat solide beleggen, kennelijk anders dan de prudent-personregel, zich voornamelijk manifesteert in het resultaat van zorgvuldig beheer.

56 De richtlijn is gebaseerd op art. 47 lid 2, art. 55 en art. 95 lid 1 EG-Verdrag (oud) (nu: art. 53 lid 2, art. 62 en art. 114 VWEU).

57 Er zijn enkele inbreukprocedures aanhangig geweest (Commissie tegen Italië, C-530/06, ingetrokken; Commissie tegen het Verenigd Koninkrijk, C-367/06, ingetrokken). Op 14 januari 2010 wees het Hof arrest in een inbreukprocedure tegen Tsjechië, zaak C-343/08. Daarnaast kwam Richtlijn 2003/41 aan de orde in de inbreukprocedure tegen Duitsland, waarin het Hof arrest heeft gewezen op 15 juli 2010, zaak C-271/08. In geen van deze zaken speelde de uitleg van de prudent-personregel een rol.

58 Zie preambule nr. 31 bij Richtlijn 2003/41/EG.

59 Zie ook art. 18 lid 5 Richtlijn 2003/41/EG.

idee dat dit de Europese economie een oppepper kon geven.<sup>60</sup> Bij de voorbereiding van die richtlijn bleek dat een deel van de lidstaten, waaronder Duitsland, Frankrijk en Spanje, kwantitatieve beleggingsrestricties hanteerden.<sup>61</sup> Dat zou een optimale benutting van de interne markt en de euro in de weg staan en relatief lage gemiddelde rendementen op investeringen van pensioengelden tot gevolg hebben.<sup>62</sup> Deze economische redenen gaven de doorslag om in de uiteindelijke tekst van de richtlijn<sup>63</sup> te kiezen voor een relatief open reguleringsmethode gelijk die in Nederland en Engeland. Deze methodiek werd eerst met de term 'prudent man rule' en later met de term 'prudent-personregel' aangeduid.<sup>64</sup>

### 3.4 Rechtspraak, beleid en literatuur

Er zijn ons twee gepubliceerde uitspraken bekend over de plicht voor pensioenfondsen te 'beleggen op solide wijze'.<sup>65</sup> Deze uitspraken betreffen kleine fondsen die gelden ter beschikking stelden aan bestuursleden of aan vennootschappen waarbij bestuursleden al dan niet middellijk betrokken waren. Dat zijn evidente gevallen van belangenverstrengeling. Ze zijn dan ook weinig behulpzaam om de eisen te concretiseren die artikel 135 PW aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen stelt.<sup>66</sup>

De Nederlandsche Bank geeft invulling aan het toezicht op de naleving van de prudent-personregel. In een wat ouder beleidsstuk (2000) schreef haar voorloper op pensioenterrein, de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK): 'In de optiek van de PVK is de vereiste "op

solide wijze beleggen" beslist niet beperkt tot de daadwerkelijke beleggingsportefeuille, inclusief eventuele marktposities via derivaten. "Op solide wijze beleggen" betekent primair een degelijke, heldere en consistente onderbouwing van het gehele beleggingsbeleid, een correcte uitvoering hiervan en een professionele en strakke organisatie en controle."<sup>67</sup> Later, bij introductie van de term 'prudent-personregel' in het Nederlands pensioenrecht, stelde DNB-directeur Witteveen: 'Een belangrijk element in de pensioenrichtlijn is de "prudent person" benadering ten aanzien van beleggingsvoorschriften. In Nederland is er al ruime ervaring met de toepassing daarvan: het staat pensioenfondsen in beginsel vrij om overal in te beleggen."<sup>68</sup> Door middel van een vrij gedetailleerd model brengt DNB in kaart of een pensioenfonds bij gebruik van die vrijheid risicovol handelt.<sup>69</sup> Anders dan eerder genoemde nadruk op het beleggingsproces zou doen verwachten, zijn bepaalde typen beleggingen wel indicatoren van risico. Een toename in het belang van bijvoorbeeld derivatenproducten of andere off-balance sheetproducten doet de kans op een 'hoog inherent risico' bij een pensioenfonds stijgen.<sup>70</sup> Deze risicoanalyse maakt evenwel onderdeel uit van het meer algemene prudentiële toezicht – toezicht dat erop is gericht dat partijen hun verplichtingen kunnen nakomen – en geenszins automatisch wijst op handelen in strijd met de prudent-personregel.<sup>71</sup>

In de Nederlandse juridische literatuur wordt eveneens de nadruk op het beleggingsproces gelegd. Maatman schrijft: 'De strekking van de prudent person regel is dat een vermogensbeheerder beleggingen tot stand moet brengen en deze moet beheren zoals een voorzichtig, verstandig, zorgvuldig handelend vermogensbeheerder dat zou doen die in vergelijkbare omstandigheden verkeert. Het gedrag van de belegger, de wijze waarop hij zijn beleggingen tot stand brengt, is bepalend voor de mate van zorgvuldigheid."<sup>72</sup> 'Geen enkele belegging is "naar zijn aard" onverantwoord. Bepalend is of aan de belegging een theoretisch onderbouwde gedachtegang ten grondslag ligt die haar in redelijkheid rechtvaardigt, of de belegging tot stand komt krachtens een transparant en verifieerbaar besluitvormingsproces dat consistent wordt uitgevoerd."<sup>73</sup> Rebers kiest een vergelijkbare

60 COM (2000)507 def. (2000/0260 (COD)), p. 2.

61 *Green Paper on Supplementary Pensions in the Single Market* (COM (97)283), p. 10. De Europese Commissie baseerde haar oordeel op onderzoek uit 1994 (G. Tamburi e.a., *Supplementary pensions in the European Union; development, trends and outstanding issues* (Social Europe, Supplement 94/3), Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities (1995).

62 COM (2000)507 def. (2000/0260 (COD)), p. 4.

63 Richtlijn 2003/41/EG van het Europees Parlement en de Raad van 3 juni 2003 betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (*PbEG* 23 september 2003, L 235/10-21).

64 Zie de *Green Paper on Supplementary Pensions in the Single Market* en ook het door de Europese Commissie opgestelde overzicht van de reacties daarop (COM (97)283). De term 'prudent-personrule' is in de tekst van de richtlijn geïntroduceerd bij amendement van het Europees Parlement (verslag van 21 juni 2001 van de Economische en Monetaire Commissie van het Europees Parlement over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de werkzaamheden van instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (A5-0220/2001, 2000/0260 (COD))).

65 Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 1991, NJ 1992, 88 en Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2004, JOR 2004, 33 m.nt. R.H. Maatman. In beide gevallen was de toezichhouder, de Verzekeringskamer in 1991 en Pensioen- en verzekeringskamer in 2004, verzoekster.

66 De voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam besliste na afronding van deze bijdrage over concentratierisico bij belegging in grondstoffen (Rb. Rotterdam 8 februari 2011, LJN BP3625). Naar voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter kwam de toezichhouder terecht tot het oordeel dat sprake is van een concentratierisico als bedoeld in art. 13 lid Besluit FTK, indien 13% van het vermogen in een categorie grondstoffen werd belegd. Bij dat oordeel werd waarde gehecht aan de mate waarin pensioenfondsen gemiddeld in grondstoffen beleggen.

67 G.R. Boshuizen & J.R. Pijpers, *Toezicht op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en verzekeraars: de rol van de Verzekeringskamer*, Apeldoorn: Stichting Verzekeringskamer 2000, p. 35.

68 D. Witteveen, *Vermogensbeheer in een liberaliserende pensioenwereld - winstkansen met core business*, speech d.d. 8 mei 2006, Jaarvergadering Dutch Fund and Asset Management Association.

69 Met risicoanalysemethode FIRM worden prudentiële risico's die onder toezicht van DNB staande pensioenfondsen lopen in kaart gebracht.

70 Vgl. Bijlage B: 'Beoordelingscriteria voor inherent risico' bij het Handboek FIRM ([www.dnb.nl/toezichtprofessioneel/handboek-firm/index.jsp](http://www.dnb.nl/toezichtprofessioneel/handboek-firm/index.jsp)).

71 Zie in dit verband ook de beleidsregel van DNB 'Uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve Beleggingen' van 1 augustus 2007, nr. Juza/2007/01410/IH.

72 R.H. Maatman, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder*, Deventer: Kluwer 2004, p. 231.

73 Maatman 2004, p. 232. Vergelijk in deze zin ook R.H. Maatman, 'Beleggen volgens de prudent person-regel', *Ondernemingsrecht* 2003-17, p. 645-652 en R.H. Maatman, 'De prudent person-regel en verantwoord beleggingsbeleid', in: H. Hummels, *De gearriveerde toekomst*, Den Haag: 2007.

benadering. Veronderstellende dat niemand exact kan vertellen wat onder solide beleggen moet worden verstaan, stelt hij: 'Indien als gevolg van de open norm (de prudent-person-regel, SHK/EL) de beleggingen zelf niet aan eenduidige criteria getoetst kunnen worden, zal dit automatisch meer nadruk leggen op de beoordeling van de wijze waarop de beleggingsbeslissing genomen worden.'<sup>74</sup>

Indien beleggingsbeleid – en nadrukkelijk niet investeren in een waarde van een bepaalde soort – bepalend is voor de vraag of een pensioenfonds pensioengelden zorgvuldig beheert, roept dat de vraag wat de prudent-personregel van een pensioenfonds verlangt in aanvulling op vereisten die reeds bij of krachtens artikel 135 PW zijn geëxpliciteerd.<sup>75</sup> In Nederlandse literatuur over deze vraag wordt sterk gekoerst op aspecten van Amerikaans trustrecht.<sup>76</sup> Dat levert een waaier aan gezichtspunten op die een pensioenfonds zal behoren te betrekken bij het maken van beleggingskeuzen. Deze benadering is onzes inziens waardevol. Het legt het accent op een 'maatman'-benadering zoals het Nederlandse verbintenissenrecht die kent bij de te betrachten zorg door een goed opdrachtnemer (art. 7:401 BW),<sup>77</sup> zonder dat het nodig is de rechtsverhouding tussen begunstigde en pensioenuitvoerder te vervormen tot een overeenkomst van opdracht.<sup>78</sup> Deze benadering impliceert dat een pensioenfonds pensioenvermogen op grond van artikel 135 PW dient te beheren met de zorg, voorzichtigheid, deskundigheid en vaardigheid die van een redelijk bekwaam en redelijk handelend pensioenfonds verlangd mag worden. Dit zijn normatieve verwachtingen. De prestaties en beleggingskeuzen van een pensioenfonds behoren daarbij steeds vergeleken en beoordeeld te worden aan de hand van wat andere pensioenfondsen weten, kunnen en doen.

### 3.5 Particuliere belangen en artikel 135 PW

Artikel 135 PW richt zich op de beleggingsportefeuille als geheel en het daarbij behorende beleggingsbeleid van een pensioenfonds. Er is daarmee beperkt ruimte om rekening te houden met belangen van een individuele begunstigde, werknemer of werkgever. Dat wordt evenwel anders indien er grote overeenkomsten zijn tussen deze belangen. Een voorbeeld is het pensioenfonds waarin nog uitsluitend gepensioneerden deelnemen (een rijp fonds). Het gezamenlijke belang van deze gepensioneerden is dat het fonds rekening

houdt met hun hoge leeftijd en dus een kortere beleggingshorizon hanteert dan een fonds dat nauwelijks gepensioneerden kent. Het wordt evenwel al weer lastiger indien een meerderheid pleit voor een bepaalde emotionele keuze die niet noodzakelijkerwijs tot meer positieve beleggingsresultaten leidt. Dient dan het belang van de meerderheid te prevaleren boven deskundigheid van het pensioenfonds? Die vraag zouden wij stellig ontkennend willen beantwoorden. Het belang dat volgens artikel 135 PW gediend moet worden, is niet de bevrediging van emotionele gevoelens van de meerderheid, maar het belang van rendement en kosten met het oog op een zo goed mogelijk pensioen.

Een tweede opvallend element is dat bij beleggingsbeleid de belangen van (toekomstig) gepensioneerden vooropstaan en dus prevaleren boven die van de sponsor (werkgevers en in sommige gevallen werknemers).

## 4 INDIVIDUELE VORDERING

Wij concludeerden hiervoor (par. 3.3) dat aanspraak- en pensioengerechtigden rechtsbescherming ontleen aan artikel 135 PW. Hierna stellen wij aan de orde of zij op andere wijze dan via publiekrechtelijk toezicht die rechtsbescherming kunnen effectueren. Wij gaan in op een vordering tot verklaring voor recht dat beleggingsbeleid onzorgvuldig is, onrechtmatige daad en nietigheid en vernietigbaarheid van rechtshandelingen in strijd met artikel 135 PW. Daarbij komt toegang tot informatie, mede-verantwoordelijkheid door medezeggenschap aan de orde.

Indien een pensioenfonds in strijd met artikel 135 PW handelt, kan dit op vordering van een aanspraak- of pensioengerechtigde door de bevoegde rechter<sup>79</sup> worden vastgesteld in een verklaring voor recht. De vaststelling houdt dan in dat het pensioenfonds in strijd met de wet, artikel 135 PW, heeft gehandeld bij de beleggingen. Een dergelijke verklaring voor recht kan wel een opstap zijn voor een vordering tot schadevergoeding, maar de enkele verklaring voor recht heeft geen verdere (rechts)gevolgen dan de enkele constatering van hetgeen in de verklaring wordt vastgesteld.

Een pensioenfonds handelt in strijd met de wet door een onzorgvuldig beleggingsbeleid te voeren. Een van de factoren die bepalen of dat beleid onzorgvuldig is, zo bleek hiervoor, is de vraag of een fonds belangen van aanspraak- of pensioengerechtigden veronachtzaamt. Veronachtzaming van vorenbedoelde belangen kan derhalve leiden tot een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht en kan dus onrechtmatig zijn. Indien die onrechtmatigheid het pensioenfonds is toe te rekenen en daardoor schade ontstaat, is dat fonds aansprakelijk jegens de aanspraak- of pensioengerechtigde.

<sup>79</sup> Dat is in pensioengeschillen over een pensioen- of uitvoeringsovereenkomst, en over een uitvoeringsreglement dan wel pensioenreglement telkens de kantonrechter, zie art. 216 PW.

<sup>74</sup> E.H. Rebers, 'Verklaring inzake de beleggingsbeginselen: achtergrond en inhoud', *Tijdschrift voor Pensioen-vraagstukken* 2006-1, p. 22.

<sup>75</sup> Zie daarover hiervoor. Het gaat om beleggen in belang van aanspraak- en pensioengerechtigde, beperkt beleggen in bijdragende ondernemingen en waarden op marktwaarde.

<sup>76</sup> Vgl. eerder aangehaalde artikelen van R.H. Maatman.

<sup>77</sup> Zie over zorg bij overeenkomst van opdracht, met verdere verwijzingen T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Asser (bzo) 7-IV\* Opdracht, incl. de geneeskundige behandelingsovereenkomst en de reisovereenkomst*, Deventer: Kluwer 2010, nr. 94.

<sup>78</sup> Zie daarover E. Lutjens & S.H. Kuiper, 'Pensioenwet en privaatrecht', *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht* 2008-2, p. 76-93.

Toerekenbaarheid van de onrechtmatigheid lijkt ons niet problematisch. Indien eenmaal vaststaat dat beleggingsbeleid onzorgvuldig is, zal een pensioenfonds moeilijk kunnen volhouden dat zij gezien kennis, kunde, ervaring en capaciteiten niet anders had kunnen en moeten handelen. (Problematischer zal het zijn om vast te stellen dat beleggingsbeleid onzorgvuldig is, omdat bepaalde belangen veronachtzaamd zijn.)

Onzorgvuldig beleggingsbeleid kan tot andere beleggingsrendementen dan zorgvuldig beleggingsbeleid leiden. Dat verschil zal veelal geen directe schade meebrengen, maar mogelijk iets anders – de hoogte van premie of uitkering (waaronder begrepen toeslagverlening) – beïnvloeden, waardoor schade kan ontstaan. De stelling is dan dat een hogere premie of een lagere uitkering tot schade leidt. Zowel ten aanzien van de – dubbele – causaliteit als ten aanzien van de schade rijzen vragen. Het causale verband tussen schade en beleid is wellicht lastig aan te tonen. Vast zal moeten komen te staan of en in welke mate dat beleid beleggingsrendementen beïnvloedde. En vervolgens zal bekend moeten worden of die rendementen van invloed zijn op de premie of uitkering. Indien vaststaat dat dat het geval is, is bij begroting van de schade van belang in hoeverre die premie of uitkering beïnvloed is. Er dient vergeleken te worden met een hypothetische situatie waarin wel sprake was van zorgvuldig beleggingsbeleid, waarbij actuariael doorgerekend wordt tot welke (andere) effecten dat op premie of uitkering zou hebben geleid. Tevens zal vast moeten komen te staan dat artikel 135 PW strekt tot bescherming van het belang van de getroffen aanspraak- of pensioengerechtigde.

Nietigheid van een rechtshandeling strekkende tot onzorgvuldig beleggen zal zich niet snel voordoen. Er zijn geen door artikel 135 PW bepaalde met nietigheid bedreigde vormvoorschriften (art. 3:39 BW). Een niet-prudente belegging kan onrechtmatig zijn, maar met nietigheid bedreigde strijd met wet, goede zeden of openbare orde (art. 3:40 BW) zal zich niet voordoen op dit terrein. Weliswaar kan een belegging strijdig zijn met de – op zich ook dwingende – norm van artikel 135 PW, maar bij de met nietigheid gesanctioneerde strijd met de wet zijn bedoeld de situaties dat het sluiten van een bepaalde overeenkomst reeds met dwingende wetgeving in strijd komt. Dat zal niet het geval zijn.

Ook besluiten van het bestuur – of een ander orgaan – van een pensioenfonds in strijd met de wet of statuten zijn ook nietig (art. 2:14 BW). Ook hier geldt dat beleggingen die niet overeenkomstig de prudent-personregel zijn op zich strijd kunnen opleveren met de wet, artikel 135 PW, maar dat zal voor een besluit ten aanzien van een bepaalde concrete belegging waarschijnlijk niet zozeer het geval zijn. Een besluit tot vaststelling van een beleid dat evident strijd oplevert met artikel 135 PW kan wel nietig zijn. Vernietigbaar is een besluit dat strijdig is met de bepalingen over het tot stand komen van besluiten, dat strijdig is met de redelijkheid en billijkheid binnen de organisatie van een rechtspersoon, alsmede een besluit dat strijdig is met een reglement. Strijd met een reglement zal aanwezig kunnen zijn wanneer afgeweken wordt van de in een reglement vastgelegde prudent-personbeginselen ten aanzien van de beleggingen. Indien deze vernietiging zou plaatsvinden, is enkel nog

maar het besluit aangetast. De extern verrichte rechtshandelingen worden hier op zichzelf niet door aangetast.

De aanspraak- en pensioengerechtigden zullen veelal niet over de gerichte informatie beschikken om het beleggingsbeleid te beoordelen op en te toetsen aan de prudent-personregel. Het pensioenfonds is evenwel verplicht om aan de deelnemer, de gewezen deelnemer, de gewezen partner en de pensioengerechtigde, alsmede aan hun vertegenwoordigers op verzoek de 'voor hem relevante informatie over beleggingen' te verstrekken (art. 46 PW). Volgens artikel 9 Besluit PW kan de informatie zich beperken tot het verstrekken van de verklaring inzake beleggingsbeginselen als bedoeld in artikel 145 PW. Dit betekent dat de belanghebbende niet uit hoofde van de wet recht heeft op informatie over de concrete invulling van het beleggingsbeleid. Daarom zal de deelnemer – indien de informatie niet anderszins vrijwillig wordt verstrekt – in een procedure via het bewijsrecht (meewerking aan ontsluiting van bewijs) of via een verzoek tot het in het geding brengen van stukken (art. 828a Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering) toegang de informatie moeten zien te krijgen.

Er is in de Pensioenwet niet voorzien in medezeggenschap van andere organen dan het bestuur van het pensioenfonds ten aanzien van het beleggingsbeleid. De deelnemersraad heeft hierover geen adviesrecht. Hij kan wel een spontaan advies geven, maar het nalaten daarvan zal een deelnemersraad niet medeverantwoordelijk maken voor niet ter advisering voorgelegde bestuursbesluiten. En ook indien de deelnemersraad wel zou adviseren, en wel tot een beleid dat in strijd is met de prudent-personregel, dan nog betekent dit ten eerste niet dat het bestuur niet meer verantwoordelijk zou zijn en ten tweede is een dergelijk advies geen belemmering voor individuele aanspraak- of pensioengerechtigden om een rechtsvordering in te stellen wegens onzorgvuldig beleggingsbeleid.

## 5 CONCLUSIES

Artikel 135 PW is in de pensioenwetgeving een kenmerkend voorbeeld van een open norm die een omlijning tracht te geven van de zorgplicht van pensioenfonds bij beleggingen. De norm is er eenduidig in dat belegd moet worden in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden. Daarnaast zijn ook wel enige regels gegeven over de nadere invulling daarvan, zoals veiligheid, liquiditeit, rendement en diversificatie, zie verder paragraaf 3, maar deze regels dienen nader uitgewerkt te worden in concreet beleid door de pensioenfonds. Bij de vormgeving van dat beleid heeft een pensioenfonds te maken met het gegeven dat de belangen van de aanspraak- en pensioengerechtigden niet eenvormig zijn. Factoren als leeftijd, de hoedanigheid van deelnemer, gewezen deelnemer of pensioengerechtigde en risicobereidheid leiden voor de ene deelnemer tot geheel andere afwegingen wat betreft de invulling van de beleggingen dan voor de andere deelnemer. Met de diverse

deelbelangen kan het pensioenfonds in de beleggingen slechts door voldoende diversificatie en door het afdekken van risico's rekening houden, ook al zal het zich realiseren van beleggingsrisico's voor de ene belanghebbende andere (rechts)gevolgen (kunnen) hebben dan voor de andere. Een beleggingsverlies waardoor een dekkingstekort bij het pensioenfonds ontstaat, zal voor de jonge deelnemer – althans aanvankelijk – hooguit tot hogere premielasten leiden, terwijl de pensioengerechtigde in zijn reeds ingegane pensioen kan worden gekort. Een afzonderlijke belegging met risico's toegesneden op een bepaalde coherente groep uit de totale groep aanspraak- en pensioengerechtigden is op zich niet ondenkbaar binnen een pensioenfonds, maar gezien het verbod op *ring fencing* (art. 123 lid 1 PW, zie par. 2.5 onder b) is het niet mogelijk het vermogen van de ene groep af te scheiden van het vermogen van de andere groep. Dit verbod op *ring fencing* geeft invulling aan de saamhorigheid, solidariteit binnen een pensioenfonds en bereikt in dat opzicht zeker zijn doel, maar de vraag kan worden gesteld of de groepen en belangen niet te divers zijn om deze solidariteit nog te vergen, mede gezien de ontwikkeling rondom de pensioenbeleving, waarbij het pensioen van gunst een recht op een financieel product is geworden.

Momenteel belegt een pensioenfonds collectief voor alle aanspraak- en pensioengerechtigden. Dat impliceert dat het voor een individu die meent dat met zijn belangen onvoldoende rekening is gehouden, lastig is om het pensioenfonds handelen in strijd met artikel 135 PW te verwijten. Neem een pensioengerechtigde die met een korting op het pensioen wordt geconfronteerd en meent dat te veel risico is genomen door het pensioenfonds. Het pensioenfonds zal (kunnen) aanvoeren dat het nu eenmaal verplicht is ook met de belangen van aanspraakgerechtigden rekening te houden en dat het niet is toegestaan enkel maar veiligheid na te streven, omdat ook rendement een element is dat in het beleggingsbeleid tot uitdrukking moet komen. In die mengelmoe van belangen en doelen, waartoe artikel 135 PW verplicht rekening mee te houden, zal het niet eenvoudig zijn om aannemelijk te maken dat het bestuur in de afweging van belangen onzorgvuldig heeft belegd gezien een individueel persoonlijk belang dat (mogelijk) is geschaad. Dat is inherent aan open zorgplichten die zich richten op een veelheid van niet uniforme belangen. Hebben we het daar dan maar mee te doen? Niet helemaal. Wij noemen nog een aantal aandachtspunten en opties:

1. De in de prudent-personregel besloten liggende open norm vereist wel een zorgvuldige voorbereiding van het beleggingsbeleid en de beleggingen. Dat betekent dat dit beleid zorgvuldig tot stand moet komen, gebaseerd is op voldoende onderzoek, waarbij diverse mogelijkheden van belegging worden gewogen (onderzoek alternatieven) in het licht van een afweging van de diverse belangen en beleggingsdoelen. Zonder deze voorbereiding zouden wij menen dat in ieder geval de totstandkoming van het beleggingsbeleid en de uitvoering van dat beleid als niet zorgvuldig kunnen worden aangemerkt.
2. Het pensioenfonds zou gehouden kunnen worden om over het beleggingsbeleid advies te vragen aan de deelnemersraad, opdat minstens de door die raad relevant geacht

aspecten in het beleid naar voren kunnen worden gebracht en dus in de afweging van het bestuur betrokken kunnen worden. Uitbreiding van de adviesplichtige besluiten door een wijziging van de Pensioenwet is hiervoor nodig.

3. Daarnaast is betere ontsluiting van belangenafwegingen bij beleggingskeuzen denkbaar. Thans dient een pensioenfonds een verklaring beleggingsbeginselen op te nemen in diens actuariële en bedrijfstechnische nota. Wij kunnen ons voorstellen dat een fonds in die verklaring nadrukkelijk belangenafwegingen bij beleggingskeuzen toelicht. Wij zouden menen dat dit niet zo ver hoeft te gaan dat informatie over de afweging ten aanzien van specifieke investeringen moet worden gemaakt. Tevens zouden belanghebbenden nadrukkelijker gewezen kunnen worden op het bestaan van deze toelichting van beleggingsbeleid. Het recht op toegang en inzage in de verklaring beleggingsbeginselen zou, anders dan thans, onverkort erkend kunnen worden in de Pensioenwet.
4. Het verbod van *ring fencing* zou heroverwogen kunnen worden. Als gezegd zijn de belangen zodanig divers, dat het vrijwel ondoenlijk is die allemaal goed tot hun recht te laten komen in een uniform beleggingsbeleid. Het verbod van *ring fencing* is geen voorschrift uit richtlijn 2003/41 (pensioenfondsenrichtlijn) en kan dus in de Pensioenwet worden opgeheven (zoals in de Pensioenwet overigens al is gebeurd voor het multi-ondernemingspensioenfonds, zie art. 123 lid 3 PW).
5. Zolang het verbod van *ring fencing* bestaat, zou het pensioenfonds ervoor kunnen kiezen de aanspraken van pensioengerechtigden over te dragen naar een verzekeraar. Ook hiervoor is echter aanpassing van de Pensioenwet nodig (wij doelen hier niet op herverzekering, want dat is geen oplossing, omdat in dat geval het pensioenfonds de pensioenverplichtingen houdt jegens de pensioengerechtigden). De collectieve overdracht van artikel 83 PW ziet niet op deze situatie en de overdracht op pensioendatum op verzoek van de deelnemer krachtens artikel 80 PW is alleen mogelijk bij premie- en kapitaalovereenkomsten.
6. Wij merken tot slot op dat een individuele premiereregeling, al dan niet met beleggingsvrijheid voor de deelnemer, wel een mogelijkheid geeft om het pensioenresultaat afhankelijk te maken van de individuele pensioenrekening. Er kunnen dan door het pensioenfonds voor verschillende groepen verschillende – meer offensieve of meer defensieve – beleggingsprofielen worden samengesteld. Een goede definitie van de aanspraken en rechten is dan van groot belang om te voorkomen dat de belanghebbende – gezien het verbod van *ring fencing* – een beroep kan doen op de bezittingen op de pensioenrekening van een andere deelnemer. Indien de aanspraken en rechten evenwel geheel afhankelijk zijn van de persoonsgebonden premie en daarop behaald rendement, zal dat beroep op een andere pensioenrekening van een andere deelnemer niet mogelijk zijn. Deze mate van individualisering staat – dat realiseren wij ons – op enigszins gespannen voet met de aan pensioenfondsen ten grondslag liggende solidariteitsgedachte, maar de overstap naar een premie(achtige)regeling waarbij de pensioenaanspra-

ken en -rechten afhankelijk zijn van beleggingsresultaten is wel als richting gegeven in het Pensioenakkoord van de Stichting van de Arbeid omtrent het toekomstbestendige pensioenstelsel. Wij menen dat juist in die situatie dat de beleggingen de uitkomst (mede) bepalen, de prudent-personregel noodzaakt om te diversifiëren in het beleggingsbeleid naar de verschillende groepen belanghebbenden.

## DE ZORGPLICHT VAN DE BESTUURDER VAN EEN RECHTSPERSOON

A.F. Verdam

### 1 INLEIDING; ZORGPLICHT EN NORM VAN BEHOORLIJK BESTUUR

De figuur van de zorgplicht bezien in verhouding tot de rechtsbetrekking tussen rechtspersonen van Boek 2 BW en hun bestuurders, levert niet aanstonds een gevoel van herkenning op. Toch is het de moeite waard een en ander nader te bezien. Daarbij rijst direct de vraag wat precies onder zorgplicht moet worden verstaan. De ene zorgplicht is de andere niet. Men is geneigd bij zorgplichten direct te denken aan die welke gelden in de relatie tussen een effecteninstelling en haar cliënt, of voor de notaris, advocaat of accountant. Het begrip zorgplicht is evenwel veel ruimer. Tjong Tjin Tai definieert zorgplicht als een plicht tot handelen of nalaten ten behoeve van één of meer concrete belangen van een persoon of object.<sup>1</sup> Timmerman spreekt van een zorgplicht in iedere contractuele relatie, die evenwel weinig intens is in geval van gelijkwaardige partijen.<sup>2</sup> Tjong Tjin Tai stelt dat er een belangrijke categorie overeenkomsten is waarbij de schuldenaar tot een zwaardere of lichtere mate van zorg is verplicht voor de belangen van de schuldeiser. Dat geldt met name voor de categorie van inspanningsverplichtingen die is gericht op het behartigen van zekere belangen. Voor die categorie spreekt Tjong Tjin Tai van een onmiddellijke zorgplicht; de inspanning is genormeerd door de vereiste zorg.<sup>3</sup>

Hiervoor noemde ik al even de zorgplicht van de effecteninstelling als 'prototype' van zorgplicht. Van Baalen noemt als verklaring van de privaatrechtelijke zorgplicht van de effecteninstelling drie perspectieven: belangenbehartiging wat betreft vermogensbestanddelen, een vertrouwensrelatie inhoudende dat de wederpartij ervan mag uitgaan dat door de instelling in zijn belang wordt gehandeld, en de zwakkere positie van de cliënt van de effecteninstelling.<sup>4</sup> Bezie men vanuit deze perspectieven de relatie tussen bestuurder en rechtspersoon, dan komt het element van de zorg en belangenbehartiging ook tot uiting in de karakterisering van de bestuurder als trustee; in de handboeken wordt naar voren gebracht dat de bestuurder een bewakersrol of trustee functie heeft voor de aan hem toe-

1 T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgplicht en zorgethiek* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2006, p. 97.

2 L. Timmerman, 'Situationele gelijkheid in het (privaat)recht', *Ondernemingsrecht* 2008-9, nr. 12.

3 T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgplicht en zorgethiek* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2006, p. 108 e.v.

4 S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, Deventer: Kluwer 2006, p. 114 e.v.